

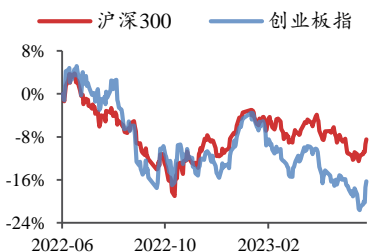
2023年06月19日

## 开源晨会 0619

### 市场快报

——晨会纪要

#### 沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

#### 昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	3.231
计算机	3.039
建筑装饰	2.320
国防军工	1.877
传媒	1.551

数据来源：聚源

#### 昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
公用事业	-0.434
银行	-0.283
商贸零售	-0.279
美容护理	-0.246
纺织服饰	-0.134

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

### 观点精粹

#### 总量视角

【宏观经济】财政收支增速下滑，政策或将发力——5月财政数据点评——宏观经济点评-20230617

【宏观经济】战略相持已破，增量政策可期——兼评5月经济数据——宏观经济点评-20230615

【固定收益】部分生产指标下降——高频数据周报-20230618

【固定收益】央行降息 10bp，国常会提出推动经济持续向好——利率债周报-20230618

【固定收益】市场情绪和交易热度回升——可转债周报-20230617

【固定收益】李子转债投资价值分析：深耕含乳饮料的甜牛奶龙头——固收专题-20230617

【固定收益】对降息后债市收益率容易先下后上的几点理解——固收专题-20230616

【固定收益】政策或将支撑经济形成“L型”拐点——2023年5月经济数据点评-20230616

【金融工程】股东户数因子的深挖和改进——开源量化评论（76）-20230618

#### 行业公司

【中小盘】换电标准有望统一，行业龙头深度布局——中小盘周报-20230618

【社服】海伦司重启加盟迎新篇章，君亭设西南总部发力长三角以外市场——行业周报-20230618

【农林牧渔】仔猪持续跌价或加速产能去化，日本核污水排海提升淡水养殖景气度——行业周报-20230618

【商贸零售】5月社零同比+12.7%，关注美妆消费边际回暖——行业周报-20230618

【医药】医药反攻时点或已至，关注细分赛道低估值成长股——行业周报-20230618

【食品饮料】政策催化，预期修复——行业周报-20230618

【地产建筑】二手房成交面积同比下降，央行下调政策利率——行业周报-20230618

【化工】荷兰、美国天然气供给减少，欧洲天然气价格上涨——化工行业周报-20230618

【非银金融】降息稳增长利好非银，券商和保险均有机会——行业周报-20230618

【计算机】周观点：重视AI应用端发展机遇——行业周报-20230618

【化工】生物基呋喃聚酯PEF在高阻隔包装领域前景广阔，万凯新材或将受益——新材料行业周报-20230618

## 研报摘要

### 总量研究

#### 【宏观经济】财政收支增速下滑，政策或将发力——5月财政数据点评——宏观经济点评-20230617

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002

事件：1-5月，全国一般公共预算收入99692亿元，同比增长14.9%。全国一般公共预算支出104821亿元，同比增长5.8%。全国政府性基金预算收入18657亿元，同比下降15%。

弱复苏下财政收入增速回落，税收收入多数负增

5月可比口径下财政收入同比负增，多数税种收入下滑。5月公共财政收入为16521亿元，同比增长32.7%，自然口径下增幅低于4月。剔除留抵退税后同比下降4.7%，可比口径下财政收入增速下降9.5个百分点，由正转负（4月财政收入同比增速4.8%）。5月税收收入14395亿元，同比增长42%，剔除留抵退税后同比下降4.4%。尽管自然口径下财政和税收收入保持高增长，但同比增幅快速下行、剔除留抵退税的同比大幅下滑再次反映5月经济复苏不及预期的现实。

分税种来看，除增值税、契税等，多数税种收入全面下滑，地产相关税收下滑最明显。国内增值税剔除留抵退税因素后同比增长8.4%，增幅较4月上行。个人所得税小幅增长3.1%，增幅环比缩窄。企业所得税录得5104亿元，同比下降17.4%，体现企业经营景气度仍在下滑。消费税同比下降6.2%（4月增长3%）。除契税以外的地产相关税收均大幅下滑。综合来看，5月个人所得税和消费税、地产相关税收增速边际回落，体现居民收入和消费转弱，楼市进一步下探。

财政支出偏弱，基建类支出增速快速下行

支出方面，5月全国公共财政支出18403亿元，同比增长1.5%，支出增速有所下滑。财政支出结构与3月以来保持一致，教育、科技、社保就业类支出增速较高，基建类支出大幅下滑。基建方面，城乡事务支出保持一定韧性，但农林水事务、交运类支出同比分别下降9.7%和34%。基建支出的大幅回落或与2022年高基数有关，2022年5月稳增长需求较大，基建的预算内财政支出较为强势，尤其在水利、交运方面支出增幅显著。教育类支出增速环比回落，同比增长6.4%；科技类支出保持平稳，同比增加7.2%；社保与就业支出同比增长8.1%。

政府性基金：收支同步下滑，专项债发行放缓；观察后续增量财政政策

土地收入改善未能持续，5月政府性基金增速再度转负；专项债发行节奏错位导致政府性基金支出大幅下滑。5月政府性基金收入4056亿元，同比下降7.5%，增速较4月大幅回落（4月同比增长1.4%）。5月国有土地使用权收入为3132亿元，同比降幅再次扩大至-13%。土地购置费累计同比下滑至-0.5%，对投资的支撑进一步减弱。我们认为，短期内地产基本面承压加重，政策有望在供需两端进一步宽松（详见《战略相持已破，增量政策可期》）。5月全国政府性基金支出6415亿元，同比增速下滑21个百分点至-18%。提前批额度的完成进度不同导致专项债发行节奏错位，预计6月专项债净融资额或进一步下行。

5月经济数据延续转弱，我们认为“战略相持”已破，降息只是开始，增量政策可期，密切关注6-7月国常会和7月底政治局会议。财政方面关注地方存量债务化解、城投化险的实质性举措（可能是金融与财政工具结合）；基建相关的政策性金融工具、特别国债；降低个人和制造业企业成本等。

风险提示：国内疫情反复超预期；政策执行力度不及预期。

#### 【宏观经济】战略相持已破，增量政策可期——兼评5月经济数据——宏观经济点评-20230615

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（联系人）证书编号：S0790122120002

生产：工业生产修复偏弱，服务业生产斜率放缓

工业生产修复偏弱，中游装备制造明显改善。国内需求不足、工业品价格下降，叠加出口受阻，工业生产小幅改善但面临压力，5月工业增加值环比季调0.63%，扭转了4月环比下降的态势。以两年复合增速来看，采矿业拖累较重，成本压力缓解后中游装备制造明显向好。服务业生产斜率放缓。5月服务业生产指数同比增长11.7%，两年复合增速为3.0%、较前值下滑了0.3个百分点。接触型服务行业仍在回暖。

消费政策或陆续落实，关注青年失业背后的供需失衡

(1)消费修复趋缓趋稳，服务消费好于商品消费。1-5月社零累计同比为9.3%，两年复合增速为3.8%、较前值小幅下行了0.3个百分点。分行业来看，5月通讯器材、汽车、餐饮增速较前值改善了4.8、3.5、2.8个百分点。促消费政策陆续落实，居民消费有望保持平稳增长。

(2)毕业季青少年失业率或达23%-25%。5月16-24岁就业人员调查失业率达到20.8%，粗略估计6月、7月可能有1000万在校学生进入劳动力市场，假定该群体失业率在30%-40%，则毕业季将推升16-24岁青年失业率至22%-25%。青年群体基数占比虽不高，但仍可能加快稳增长政策出台。近期，国常会和各部委均在释放加强研判就业形势、优先全力稳就业基本盘的信号。

固定资产投资加速回落

(1)基建：逆势支撑经济，增量政策或近，如特别国债、政策性金融工具等。基准假设下，若2023年增发6000亿政策性金融工具，8月完成发行，杠杆倍数可能下滑至8倍，则年内基建增量约为4000亿元、拉动基建增速1.9个百分点。

(2)地产：投资失去土地购置费支撑，供需端政策或进一步放松。具体来看，分项中竣工向好，新开工、拿地持续走弱，商品房销售相对平稳；定金及预收款、个人按揭贷款实现低基数上的正增长、但6月或转为明显负增，国内贷款、自筹资金仍趋回落。当下地产基本面承压加重，政策有望在供需两端进一步宽松，包括松动非一线城市限购限贷、房贷利率下调、加强融资端政策落实等。

(3)制造业：“三重压力”仍未消除。1-5月62%子行业的投资增速出现下滑，制造业投资“三重压力”仍待纾解。2023年可能不是传统意义上的朱格拉周期，结构大于总量。

战略相持已破，增量政策可期

我们在5月28日指出“目前经济、政策处于‘战略相持’阶段，相持状态可能在6月、7月逐步打破，届时市场将迎来珍贵的政策窗口期”。降政策利率体现了在经济复苏出现波折后，决策层对稳增长的高度重视程度提升。战略相持已出现破局迹象，我们认为后续稳增长政策还会进一步发力，6-7月逐渐会看到政策变化，密切关注6月国常会和7月底政治局会议。

基于近期政策跟踪，我们认为可能的发力方向有：降息（LPR10-15BP）、降准；地方存量债务化解、城投化险的实质性举措；与基建相关的政策性金融工具、特别国债等；地产政策方面，在房住不炒大基调下，一线城市房地产实质性放松较难，但其余高能级城市需求侧仍有望进一步松动。房企融资端松绑政策有望加强落实；产业政策方面，继续支持“卡脖子”、高质量发展相关领域；消费方面，多措并举促进消费，例如汽车家电、地方消费券、其他政策等。

风险提示：国内疫情反复超预期，俄乌冲突反复超预期，美国经济超预期衰退。

**【固定收益】部分生产指标下降——高频数据周报-20230618**

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 张鑫楠（联系人）证书编号：S0790122030068

核心观点

1.生产：12个指标中，有10个指标更新。其中，8个指标与上周（第25周，下同）保持一致，2个指标下降，多数处于中位以下。钢材，高炉开工率保持近五年次低、唐山钢厂产能利用率保持近五年次低。汽车，全钢胎开工率从近五年次高下降至次低、半钢胎开工率从近五年最高下降至次高。煤炭，焦化企业开工率保持近五年最低。化工，PTA开工率保持近五年次低、PX开工率保持近五年最低、涤纶长丝开工率保持近五年次低、涤纶短纤负荷率保持近五年最低。运输，中国公路运价指数保持近五年次高。

2.消费：10个指标中，有8个指标更新。其中，5个指标与上周保持一致，2个指标上升，1个指标下降。汽车，乘用车零售量从近五年次高下降至中位、乘用车批发量从近五年中位上升至次高。轻纺，中国轻纺城成交量保持近五年次低。电影，日均电影票房保持近五年次低。人流，北京地铁客运量保持近五年次高、上海地铁客运量从近五年中位上升至次高、广州地铁客运量保持近五年次高、深圳地铁客运量保持近五年最高。

3.投资：14个指标中，有10个指标更新。其中，9个指标与上周保持一致，1个上升。地产，30大中城市商品房成交面积保持近五年最低、二手房成交面积保持近五年中位。钢材，建筑钢材成交量保持近五年次低、螺纹钢产量保持近五年最低、螺纹钢价格从近五年最低上升至次低、热轧板卷价格保持近五年中位。水泥，水泥价格保持近五年最低、混凝土价格保持近五年最低。沥青，石油沥青开工率保持近五年次低、沥青价格保持近五年次高。

4.出口：5个指标均更新。其中，5个指标与上周保持一致。国内，CCFI价格保持近五年中位、SCFI保持近五年次低、NCFI指数保持近五年次低。海外，东南亚集装箱运价指数保持近五年中位、BDI指数保持近五年次低。

5.价格：21个指标中，有19个指标更新。其中，15个指标与上周保持一致，2个指标出现上升，2个指标出现下降，多数指标处偏高位置。农业，农产品价格保持近五年最高、蔬菜价格保持近五年最高、水果价格从近五年最高下降至次高、猪肉价格保持近五年最低、牛肉价格保持近五年中位、羊肉价格保持近五年次低、鸡肉价格保持近五年次高、鸡蛋价格保持近五年最高、水产品价格保持近五年中位。工业，工业品价格保持近五年次高、金属价格从近五年次高上升至最高、有色价格保持近五年次高、黑色价格保持近五年中位、能化价格保持近五年次高、原油价格保持近五年中位、布伦特原油保持近五年次高、WTI原油价格从近五年次高下降至中位、动力煤价格从近五年次高上升至最高、焦煤价格保持近五年次高。

风险提示：政策变化超预期；大宗商品价格变化超预期。

### 【固定收益】央行降息10bp，国常会提出推动经济持续向好——利率债周报-20230618

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 张维凡（联系人）证书编号：S0790122030054

5月宏观数据不及预期，央行降息国常会提出推动经济持续向好

本周（2023.6.12-2023.6.16，下同）发布5月多项宏观数据：新增社会融资规模1.56万亿元，同比少增1.28万亿元，信贷新增1.36万亿元，同比少增5300亿元，M2同比增长11.6%，M1同比增长4.7%；5月工业增加值同比+3.5%（前值+5.6%，下同），1-5月固定资产投资同比+4%（+4.7%），5月社零总额同比+12.7%（+18.4%），5月服务业生产指数同比+11.7%（+13.5%），5月城镇调查失业率5.2%，青年失业率20.8%；本周央行分别调降OMO、SLF和MLF利率10bp；本周国常会表示要增强发展动能，优化经济结构，推动经济持续向好回升；美国5月CPI同比+4.0%（+4.9%），核心CPI同比+5.3%（+5.5%）；美联储6月暂停加息。

市场流动性情况监测：同业存单收益率小幅上升，受税期影响资金面趋紧

央行本周（2023年6月12日-6月16日）公开市场操作净投放770亿元，其中开展7天逆回购500亿元，执行利率为1.9%，调降10bp，到期100亿元；开展MLF投放2370亿元，执行利率为2.65%，调降10bp，到期2000亿元。下周预计回笼资金1000亿元，其中7天逆回购到期500亿元，国库定存到期500亿元。

货币市场层面，同业存单收益率小幅上升，受缴准、税期影响资金面趋紧。本周商业银行同业存单发行规模环比小幅下降，发行量5414.40亿元，较上周减少1488.20亿元，到期7017.30亿元，净融资-1602.90亿元，持续

6周为负。本周银行间质押式回购日均成交额持续维持高位，日均成交额8.16万亿，环比小幅下降0.33万亿。本周同业存单收益率小幅上行，截至本周五收盘，1M、3M、6M、1Y期同业存单收益率分别为2.08%、2.08%、2.15%、2.34%，较上周五收盘分别变化6bp、3bp、1bp、1bp；受税期影响银行间流动性收紧，本周质押式回购利率大幅上行，其中隔夜质押式回购利率周内波动较大。6月16日DR001、DR007、DR014分别报收1.93%、1.94%、1.90%，较上周收盘分别变化68bp、13bp、12bp。

利率债市场跟踪：新发利率债净融资额环比下降，国债收益率整体先降后升

本周共发行利率债57只，利率债发行总额5344.16亿元，较上周环比减少1096.96亿元。本周到期利率债3517.82亿元，净融资额1826.35亿元，较上周环比减少1715.21亿元。后续等待发行利率债83只，其中国债1690亿元，地方政府债2543.11亿元，政策银行债130亿元，等待发行总额4363.11亿元。

本周受降息和后续政策面博弈影响，国债收益率普遍呈现先降后升的趋势。截至6月16日收盘，1Y、2Y、5Y及10Y期国债分别报收1.88%、2.21%、2.45%、2.66%，较上周收盘变化2bp、6bp、2bp、-1bp。本周国债期限利差边际收敛，10Y期与1Y期国债利差变化-3bp，10Y期与2Y期国债利差变化-6bp。国债期货价格周内先涨后跌，2Y期、5Y期和10Y期国债期货价格较上周五收盘分别变动-0.089%、-0.265%和-0.36%。

海外债市跟踪：美债收益率整体上升，中美利差倒挂幅度持续走阔

本周美国国债收益率整体上升。6月16日美国1Y、2Y、5Y及10Y期国债收益率报收5.24%、4.70%、3.99%、3.77%，较上周收盘分别变化7bp、11bp、7bp、2bp。本周美债利差延续倒挂趋势，倒挂幅度持续走阔，10Y与2Y期美债利差-93bp，前值-84bp；10Y与5Y期利差-22bp，前值-17bp。受美国国债收益率整体上升的影响，本周中美利差倒挂幅度持续走阔，其中2Y期中美国债利差-249bp，前值-244bp，较上周扩大6bp；10Y期中美国债利差-111bp，前值-108bp，较上周扩大3bp。

风险提示：疫情扩散超预期；政策变化超预期。

## 【固定收益】市场情绪和交易热度回升——可转债周报-20230617

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 梁吉华（联系人）证书编号：S0790121120045

市场回顾：市场情绪和交易热度回升，中小转债领涨

本周（2023.6.12-2023.6.16，下同）转债涨幅小于正股，日均成交额回升。转债行业方面，可选消费、信息技术领涨，能源、公用事业、金融回调；从不同维度来看，转债平均涨幅小于正股平均涨幅，中小盘、中低等级、高价个券上涨较多，高等级转债向下调整。个券涨多跌少，在497只可交易转债中，382只上涨，115只下跌；剔除本周新上市个券，超达转债、小康转债、永鼎转债领涨，美锦转债、恒锋转债、凯发转债跌幅居前，亚康转债、永鼎转债、超达转债成交额居前。

转债价格上升，转股溢价率下降。截至6月16日，全市场可转债的中位数价格是122.68元，与前周相比上升2.16元，处于2021年以来67.10%分位数；全市场中位数转股溢价率为38.34%，比前周下降0.63ppt，处于2021年以来84.20%分位数。

本周（6.12-6.16）股指方面，成长风格领涨，价值风格小幅调整。行业涨跌互现，食品饮料、通信、机械设备、计算机、电力设备领涨，公用事业、银行、石油石化跌幅居前。北向资金净流入规模扩大较快，A股市场日均成交额、换手率均上升，融资交易占比回升。

A股估值有所上升，截至6月16日，A股整体市盈率（PE）为18.06X，处于38.13%分位值（2015年以来）；行业估值方面，煤炭、有色金属、电力设备、银行、国防军工、交通运输的PE处于其历史分位数的低位，环保、建筑材料、银行、房地产、医药生物、非金融的PB处于其历史分位数的低位。

市场前瞻：市场或企稳回升

5 月份经济数据表现整体不及预期，但基建投资增速仍保持较高水平；市场情绪和交易热度回升，从博弈经济基本面到博弈政策面。央行超预期降息或是新一轮稳增长开始，市场期待更多支持经济的政策出台，市场信心和预期回升。美联储表态虽鹰但如期没有加息，市场资金面和情绪面压力缓解。我们认为政策主线延续稳增长、扩内需，经济延续复苏态势，与内需紧密相关的大消费和基建地产链有望受益，建议布局受益于内需扩大的基建地产链、大消费、中特估相关转债。近期转债市场延续震荡态势，价值成长、大小盘轮动较块，寻找部分低估价值的或是最佳策略，偏债型转债注重绝对价格和 YTM，偏股型转债注重溢价率和正股弹性。择券方面，一是加大股性转债配置力度，选取正股行业景气度高、有一定驱动力、弹性较强的个券，同时注意赎回风险；二是关注新券、次新券，注册制实施后，市场进入扩容期，部分个券在细分领域具有一定竞争力，拓宽了配置空间。后续关注国内经济修复进程、政策措施出台情况、7 月份政治局会议、美联储货币政策转向等。

风险提示：疫情复发影响超预期；国际政治冲突加剧；国内外通胀恶化。

### 【固定收益】李子转债投资价值分析：深耕含乳饮料的甜牛奶龙头——固收专题-20230617

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 梁吉华（联系人）证书编号：S0790121120045

正股分析：深耕含乳饮料的甜牛奶龙头

李子园致力于甜牛奶乳饮料系列等含乳饮料和其他饮料的研发、生产与销售，主要产品包括含乳饮料、复合蛋白饮料、乳味风味饮料及其他等，甜牛奶乳饮料系列是公司畅销二十余年的经典产品。

含乳饮料市场空间广阔。含乳饮料是以乳或乳制品为原料，加入水及适量辅料经配制或发酵而成的饮料制品，口感丰富，健康属性突出。2021 年，中国含乳饮料规模以上企业产值 1,079.0 亿元，较 2020 年同比增长 13.1%，2013 年至 2021 年间复合增长率为 10.7%。公司长期深耕中性含乳饮料，以甜牛奶系列领衔，不断发力巩固龙头地位，2021 年国内市占率为 10.47%，排名第一。经过多年运营和推广，在市场上树立起“李子园”甜味含乳饮料的品牌形象。

大单品为基础，丰富产品矩阵。甜牛奶乳饮料系列是公司畅销 20 余年的经典产品，近年来销售收入占主营业务收入的比例为 90% 左右，是公司收入和利润主要来源。同时，公司根据消费者需求不断拓展其他品类，推出了果蔬、奶咖、椰奶、0 蔗糖系列新品，后续还将推出大果粒杯装产品来进一步丰富现有产品矩阵。

全国化布局，多层营销体系。公司拥有浙江金华、江西上高、浙江龙游、河南鹤壁、云南曲靖五大生产基地，产能充足；以华东、西南、华中区域为重点，在区域内省份有一定的市场占有率，积极拓展全国市场。

公司采用深耕重点核心市场并逐步辐射带动周边区域市场的“区域经销模式”，建立了完善的市场营销网络和市场服务体系；既包括商超等传统渠道，也包括学校、食堂、酒店、网吧等特供渠道，并积极同京东、天猫等电商合作。公司对零售终端有较强的掌控能力，为拓展全国市场提供了基础。

经济延续复苏态势，居民收入持续恢复，5 月社零同比+12.7%，后续居民对含乳饮料消费有望提升。奶粉和生牛乳在公司成本中占较大比重，奶牛存栏量高企叠加单产提高将带动牛奶供给，其价格或持续下降将提高公司的毛利。

转债分析：规模中等偏小，债底保护较好

李子转债发行规模 6 亿元，规模中等偏小，预计发行后流动性一般但上涨弹性较强。转股对股本的摊薄压力中等，对流通股稀释率是 16.64%。正股的估值处于历史中位水平，截至 6 月 16 日，公司的 PE (TTM) 32.38X，处于公司上市以来 (2021/02/08) 53.95% 分位数；同行业可比公司中，公司估值分位数处于较低水平。正股上市以来年化波动率是 45.09%，弹性较强。转债债底保护较好，面值对应的 YTM 为 2.71%，纯债价值是 93.38 元；平价为 100.92 元，上市交易后大概率是偏股型转债。转债条款常规设置，不能破净下修，到期赎回价 112 元。参考可比转债新乳转债估值，以当前平价计算，我们预计李子转债转股溢价率在 30%-40%，上市价格在 131.20-141.29 元；参考近一年已发行转债申购和中签情况，预计李子转债中签率在 0.001470%-0.001770% 之间。

风险提示：食品质量安全控制风险；单一产品依赖程度较高；新建产能释放不及预期；主要原材料价格波动。

## 【固定收益】对降息后债市收益率容易先下后上的几点理解——固收专题-20230616

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 张维凡（联系人）证书编号：S0790122030054

### 对降息后债市收益率容易先下后上的几点理解

6月13日OMO利率超预期下调后，债市收益率在经历短暂下行后快速反弹，引发市场对后续债市走势的关注。我们在此前的多次报告、以及6月13日降息点评《此次降息是新一轮稳增长的开始》中都有提到，无论2022年1月降息、还是8月降息，债市收益率都出现了先下后上，演绎了利多出尽后的止盈，两次降息都是债市的阶段性降久期机会。

之所以出现这种情况，可能的原因是：

#### 1. 降息只是稳增长的开始。

2022年1月、8月的两次降息，只是稳增长政策的开始。在稳增长政策工具箱中，降息只是“第一发子弹”，无论是从市场对后续可能政策的预期，还是对实际落地的后续政策来看，降息后均伴随了宽信用、宽财政、宽地产等一系列政策组合，而这些政策均会导致收益率上行。

#### 2. 两次降息间隔时间可能很长，博弈下一次降息较为困难。

降息具有较强的逆周期调节特点，历次降息往往出现在经济下行压力较大的时期，通过逆周期调节手段，对经济进行托底，此次降息前易纲行长也有表示货币政策要“加强逆周期调节”。

“降息-稳增长-经济回升-经济回落-降息”是一个完整循环，现在只在第一步，降息后，无论是对后续稳增长政策的预期博弈，还是基本面的可能改善，都很难形成连续的降息预期，下一次降息可能要在稳增长政策组合落地后，经济重新面临下行压力后可能才会出现，增量利多短期很难指望。

#### 3. 降息之后，不一定会伴随资金面宽松。

2022年8月降息之后，资金利率不仅没有转松，反而开始上行收紧；类似案例还有，2021年7月降准之后，资金利率同样开始上行。

可能的逻辑是，降准降息之后，资金利率显著低于政策利率的必要性下降，以及可能需要控制债市过度加杠杆问题。近期质押式回购规模屡创新高，指向债市加杠杆行为较为火热，为了防控风险，不排除央行适当控制资金利率的可能性。

#### 4. 找不到收益率上行理由，本身就是应该警惕的理由。

站在当前时点，市场有观点认为，找不到债市收益率上行理由，所以债市的因素均为利多。但如果辩证去看，在如此的顺风环境里，任何一个潜在变化都可能成为债市的逆风因素。

现在可能与1-2月是镜像关系，彼时市场普遍认为找不到收益率下行的理由，即使3月开始强复苏逐渐被证伪，市场的预期收益率下行，也很难判断能下行到现在的位置。现在可能与之前的情况正好相反，如果出现3月以来市场行为的逆过程，即资金利率上行、稳增长措施陆续出台、经济环比走强、权益市场趋势上行、货基债基赎回、债市预期转向，在这种逆风情形里，债券收益率会上行到哪里，同样难以判断。

### 关注政策端发力力度以及基本面的边际变化

从短期尺度而言，新一轮稳增长政策大概率已在路上，我们建议密切关注资金面变化、政策端发力力度、基本面的边际变化，对债市拉长久期保持一定谨慎。

风险提示：政策变化超预期，疫情再次扩散超预期。

**【固定收益】政策或将支撑经济形成“L型”拐点——2023年5月经济数据点评-20230616**

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 张鑫楠（联系人）证书编号：S0790122030068

核心观点

1. 5月，工增同比+3.5% (+5.6%)；社零同比+12.7% (+18.4%)；固投同比-21.2% (-17.4%)，房地产开发投资同比-21.5% (-16.2%)，制造业投资同比+5.1% (+5.3%)，基建投资同比+10.7% (+7.9%)；城镇调查失业率5.2% (5.2%)。

2. 整体：总体来说，经济修复出现波动，5月的多数指标不及预期，包括生产、消费、地产、外需。但当经济恢复不及预期时，政策或出台进行逆周期。如本次的经济数据中较为亮眼的基建，重回两位数的增长，或可以证明政府的逆周期调控意愿。另外，刚刚调降的OMO和之后随之下调的MLF、SLF均体现政策对经济的托底。除了降息，货币端结构性货币政策对普惠金融、重点领域的支持，发改委、工信部等四部门提出的降成本通知，包括减税降费、金融支持实体等措施，政策端正在开始发力托底稳增长。

3. 后续：经济仍在修复当中，而且在经济修复连续出现波动、外需拉动拖累经济、内需低迷的情况下，政策或不会出现转向，而是继续支持经济。降息不是宽货币的开始，而是后续稳增长的开始，预计后续将有宽信用、稳增长、提振经济的措施接续。后续内需或仍将是主旋律，后续需关注投资拉动物量指标情况、地产走势等。

4. 债市：经济数据更多反映的是5月的情况，而后续经济在政策的托底下有望持续修复，经济可能会迎来“L型”拐点。基本面修复下，居民的风险偏好有望扭转，且市场已经隐含了“经济走弱、且稳增长力度较弱”的预期，那么后续稳增长措施陆续出台，可能会对权益和转债起到积极作用，将对债市形成压制。

5. 分项：

(1) 生产：工增同比涨幅收窄，主因同期基数回升。生产端修复程度低于市场预期，但环比来看，仅是略低于季节性。产销率仍处于季节性低位，或证明生产向需求的传导仍不通畅，需求仍较低迷。出口交货值和出口金额同比的背离持续减小，同步指向外需放缓。从高频来看，多数开工指标在5月出现回落。大类中，采矿业增加值由于基数较高，对工增形成拖累。从行业来看，装备制造业的增加值的表现依旧是更好的，政策对战略新兴产业的支持力度较强，反映在汽车、电气器械的增加值上。

(2) 消费：首先，2022年的同期基数回升使社零涨幅，第二，餐饮消费持续好于商品消费。餐饮消费在2022年同期所受的影响是大于商品消费，叠加5月线下服务类消费受五一等节假日影响恢复较好，使餐饮类消费收益。第三，服装娱乐类消费好于必选消费好于建筑类消费，建筑及装潢材料类仍在低位运行。

(3) 地产：地产投资仍在磨底，商品房销售面积降幅继续下降。居民预期仍待回升，从社融中的居民中长期贷款来看，居民加杠杆购房意愿仍不足。从开工来看，新开工和施工面积仍大幅下滑，而竣工面积受保交楼支持继续高位运行。资金端中，多数资金分项出现下降，从高频来看，地产销售面积较为低迷，之前的一二手房分化情况也随着二手房成交面积的回落出现收敛。需关注后续地产企稳时点。

(4) 基建：基建投资涨幅扩大，基建逆周期发力，证明政策有意愿发力托底经济。随着项目资金落地，需关注后续物量指标形成情况。

(5) 制造业：制造业同比涨幅有所收窄，其中，同样是装备制造业表现较好，或来源于政策对新兴产业的支持，如结构性货币政策对科技创新、绿色发展等重点领域支持力度较强。在产业链完善升级的背景下，政策或将支持对制造业投资持续支撑。

(6) 就业：城镇调查失业率与4月持平。各分项失业率均出现下降，只有16-24岁失业率持续上升，且高于季节性。政策对于就业支持力度较强，如国企扩大招聘等，后续失业率或将保持稳定。



风险提示：政策变化超预期；经济修复不及预期；海外风险超预期。

### 【金融工程】股东户数因子的深挖和改进——开源量化评论（76）-20230618

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 苏俊豪（分析师）证书编号：S0790522020001

股东户数因子回归股本与股价后效果显著

我们使用向后填充，按月抽样的方法，得到月度的股东户数因子（HolderNumber，以下简称 HN），原始的 HN 因子 RankIC 为-1.97%，这表明股东户数越多，股票未来预期收益越低，但 HN 因子的表现十分不稳定。

股东户数与股票流通市值存在较高的正相关性，两者的截面秩相关系数均值高达 0.55，市值行业中性化后，HN 因子的 RankIC 下降至-1.48%，RankICIR 为-0.54，稳定性依然欠佳。

股票的流通市值=流通股本×股价（未复权），如上所述，股东户数与流通市值强正相关，但流通股本和股价与股东户数的关系却截然相反：流通股本与股东户数的秩相关系数均值高达 0.76，比流通市值更显著，而股价与股东户数的相关性却显著为负，秩相关系数均值为-0.50。

和市值行业中性化相比，对股本、股价分别或合并作回归剔除，得到的残差因子在显著性与稳定性上都要更优。

区间股价振幅越高，股东户数变化率因子效果越好

我们构造最近两期财报间股东户数的季度变化率因子 HNpct，HNpct 因子 RankIC 为-2.02%，RankICIR 为-1.28，RankIC 胜率为 63%。多空收益方面，五分组下 HNpct 因子的年化多空收益为 5.55%，收益波动比为 1.01。HNpct 因子的多头端区分效果不明显，空头端的负向收益更为显著。

股东户数的季度变化率的绝对幅度  $abs(HNpct)$ （即 HNpct 因子的绝对值）同样具有一定负向选股能力， $abs(HNpct)$  因子 RankIC 为-2.15%，RankICIR 为-0.98，RankIC 胜率为 56%。多空收益方面，五分组下  $abs(HNpct)$  因子的年化多空收益为 4.37%，收益波动比仅为 0.53。

我们基于股价区间振幅，对不同振幅下 HNpct 与  $abs(HNpct)$  因子的选股能力进行测试。结果显示，振幅越大，对应的 HNpct 因子与  $abs(HNpct)$  因子的表现越好，其中，最高振幅分组下，HNpct 与  $abs(HNpct)$  因子的 RankIC 分别为-2.64%与-2.39%。

基于以上测试结果，我们进一步构造了 HNpct 与  $abs(HNpct)$  的精选与标准化因子，和对照基准相比，精选因子的 RankIC、多空收益与多头收益变化不大，但 RankICIR、多空收益波动比、多空收益最大回撤均有较好改善；而标准化因子在 RankIC、多空收益与多头收益上有所下降，但因子稳定性与多空收益稳定性提升则更为显著。

风险提示：模型基于历史数据测试，市场未来可能发生重大改变。

## 行业公司

### 【中小盘】换电标准有望统一，行业龙头深度布局——中小盘周报-20230618

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 李俊逸（联系人）证书编号：S0790122080014

本周市场表现及要闻：工信部刘郁林：我国算力总规模位居全球第二

市场表现：本周（2023.6.12-2023.6.16，下同）上证综指收于 3273 点，上涨 1.30%；深证成指收于 11307 点，上涨 4.75%；创业板指收于 2270 点，上涨 5.93%。大小盘风格方面，本周大盘指数上涨 3.46%，小盘指数上涨 2.64%。2023 年以来大盘指数累计上涨 0.83%，小盘指数累计上涨 8.29%，小盘/大盘比值为 1.38。源杰科技、长光华芯、德赛西威本周涨幅居前。

本周要闻：中国移动发布“九州”算力光网白皮书，推动 400G 光通信产业链成熟；360 智脑大模型发布；工信部刘郁林：我国算力总规模位居全球第二，服务器超过 2000 万台；中科院发布全模态大模型“紫东太初” 2.0；英伟达：NVIDIA DRIVE 可将自动驾驶等级从 L2+ 扩至 L5；AMD 推出 MI300X，单个可运行多达 800 亿参数模型；奔驰和微软合作将 AI 整合到车辆语音控制系统中。

本周重大事项：6 月 16 日，荣旗科技发布第二类限制性股票激励计划，其业绩指标：2023、2024、2025 年营收目标值分别为 4.60 亿元、6.00 亿元、7.80 亿元。

本周专题：换电标准有望统一，行业龙头深度布局

2023 年 6 月 9 日，工信部副部长辛国斌在世界动力电池大会表示，要研究编制换电技术标准体系，推动换电电池尺寸、换电接口、通讯协议等标准统一。大会期间，由中国电动重卡换电产业促进联盟、中国电动汽车充电基础设施促进联盟联合发起《重卡换电产业互通互换发展倡议》，国家电投、中国石油销售公司、三峡绿动、宁德时代、上汽红岩、吉利、北汽福田、陕重汽、宇通客车、三一重工、徐工新能源等行业组织和重卡换电产业链企业共同响应。

2023 年 6 月 12 日，宁德时代自研一站式重卡底盘换电解决方案“骐骥换电”正式发布。早在 2022 年 9 月，宁德时代首创的 MTB 技术已落地国家电投启源芯动力换电重卡车型。此次发布骐骥换电，是宁德时代在重卡换电领域的最近布局，凭借在技术和商业模式的创新发展，骐骥换电将为重卡运输行业带来更环保、更经济、更高效的解决方案。

换电重卡新势力风头正劲，订单与交付持续推进。2023 年 5 月 31 日，DeepWay 在合肥启动首次批量交付，车辆将服务宁德时代的干线运输任务。西井科技作为中国进行正向自研无人驾驶重卡的造车新势力之一，于 2023 年 6 月与和记港口菲力斯杜（Felixstowe）港签署采购 100 辆新能源无人驾驶卡车 Q-Truck 的协议，首批 Q-Truck 将于 2023 年 9 月开始交付。

重点推荐主题和个股

智能汽车主题（华测导航、长光华芯、经纬恒润-W、炬光科技、中科创达、美格智能、均胜电子、华阳集团、北京君正、晶晨股份、联创电子、德赛西威、瀚川智能、源杰科技）；高端制造主题（凌云光、观典防务、杭可科技、奥普特、埃斯顿、矩子科技、青岛消防、莱特光电、乾景园林、台华新材）；休闲零食主题（良品铺子、三只松鼠、盐津铺子）；宠物和早餐主题（佩蒂股份、巴比食品）。

风险提示：技术发展进度不及预期、市场需求不及预期。

**【社服】海伦司重启加盟迎新篇章，君亭设西南总部发力长三角以外市场——行业周报-20230618**

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 初敏（分析师）证书编号：S0790522080008

出行/免税：文化演艺支撑文旅复苏，暑期预订数据亮眼

出行/旅游：2023 上半年全国旅游文化演艺场次人次票房齐升，加快推动地方文旅融合，打开游客二次消费空间；暑期预订潮启动，长线游热度居前，推动旅游目的地机票量价齐升。访港数据追踪：本周（6.11-6.17）内地访客总入境人次达 480635 人，环比+0.2%，日均 9.8 万人，恢复至 2019 年月度（6 月）日均的 51.5%。免税：国内主要国际机场 5 月供需两端逐步恢复，上海、北京、广州机场境外航线旅客吞吐量均恢复至 2019 年同期 30% 以上，境外航线航班均恢复至 2019 年 50% 以上，随着供需两端逐步恢复，机场免税有望持续复苏。

餐饮/酒店/人服：海伦司重启加盟迎来新篇章，君亭发力长三角以外市场

餐饮：5 月社零餐饮收入已超 2021 年，限额以上餐饮收入占比较疫情前大幅提升；海伦司重启加盟模式，运营更轻的同时获取加盟商优质店铺资源，具体模式由原来的收入分成改为毛利分成，开启新篇章。酒店：君亭与渝中区文旅签署协议，拟投资 2.1 亿元在重庆分批次开设多家高品质酒店。2023-2024 年，首批项目投资重庆陆海

国际中心及原大世界酒店，并在渝中区设立君亭酒店西南总部。人力资源：5月全国城镇调查失业率为5.2%，较上月持平。其中，25—59岁的劳动力城镇调查失业率为4.1%，连续3个月环比下降，但青年失业率新高，近期多项政策出台促进就业，致力调节结构性问题。

美丽/会展：美丽田园2023H1预告利润增长约400%，米奥成立苏州新公司

美丽：公司公告2023H1收入增长约40%，归母净利润增长约400%。受益于医美以后消费复苏及上市费用减少，公司收入快速恢复并带来业绩弹性释放。其中，生美、医美、健康服务收入较2021年分别增长20%/+45%/+30%+。米奥会展：6月8日，米奥兰特苏州公司正式开业。今后将以苏州为核心，辐射江苏各个城市。6月13日共计914个展位，6月14日越南展共计410个展位。

本周社服板块整体涨幅略低于沪深300指数，会展、体育类标的领涨

本周（6.12-6.16）社会服务指数+2.85%，跑输沪深300指数0.45pct，在31个一级行业中排名第11；2023年初至今社会服务行业指数-3.68%，低于沪深300指数的-1.12%，在31个一级行业中排名第16。本周（6.12-6.16）会展、体育类标的领涨。受益标的：水羊股份、科思股份、大丰实业、佳禾食品、医思健康、复星旅游文化、科锐国际、北京城乡、外服控股、中国中免、海伦司、九毛九、康冠科技、爱美客、华熙生物、珀莱雅、贝泰妮、锦江酒店、首旅酒店、中国黄金、米奥会展。

风险提示：疫情反复，项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

## 【农林牧渔】仔猪持续跌价或加速产能去化，日本核污水排海提升淡水养殖景气度——行业周报-20230618

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

周观察：仔猪跌价或加速产能去化，日本核污水排海提升淡水养殖景气度

生猪：猪价低位运行，仔猪价格跌幅扩大或加速产能去化。据涌益咨询，截至2023年6月16日，全国生猪销售均价为14.32元/公斤，周环比下跌0.02元/公斤，本周屠宰量有所回升，预计端午节日消费或对短期猪价有所提振。据涌益咨询，本周规模厂15公斤仔猪出栏价格508元/头（环比-10.09%），跌幅有所扩大。50公斤二元母猪价格1622元/头，远低于2022年同期水平。当仔猪价格跌至成本以下时，行业将陷入全面亏损，届时预计能繁存栏将迎来加速去化。

水产：日本核污水入海危害极大，海产品受污染或提升淡水养殖景气度。2023年6月12日，日本宣布试运行核污水排海计划，预计排放持续时长达30年。日本核污水排海后随洋流扩散且辐射元素易在海洋生物体内富集，最终危害人类。据GEOMAR测算，日本核污水辐射10年左右即可扩散至全球海域，预计海产品将逐步受到核辐射污染并存在食用安全风险，淡水水产或对其形成替代，进而推动淡水养殖景气度提升。

周观点：猪价磨底成长企业占优，近期白鸡价格回落压制养殖利润

猪价持续磨底消耗现金，上市成长企业仍具发展优势。当前行业受益优先级为：成长性>规模性>投机性。推荐：巨星农牧、温氏股份、牧原股份；相关受益标的：华统股份、新希望等。

白鸡近期终端价格回落压制养殖利润，未来饲料成本逐步下降有望实现盈利改善。推荐种源优势一体化龙头企业圣农发展、白鸡屠宰龙头禾丰股份。

非瘟疫苗上市后有望重塑猪用疫苗市场。非瘟疫苗商业化落地后，研发、生产优势企业将在后期受益。重点推荐：普莱柯、科前生物、中牧股份等。

种业振兴政策有序推进，转基因商业化东风已至。关注具备转基因技术储备优势的大北农、隆平高科；国内玉米育种龙头企业登海种业。

本周市场表现（2023.6.12-2023.6.16，下同）：农业跑赢大盘0.32个百分点

本周上证指数上涨 1.30%，农业指数上涨 1.72%，跑赢大盘 0.42 个百分点。子板块来看，渔业板块领涨。个股来看，顺鑫农业 (+15.15%)、大湖股份 (+15.14%)、鹏都农牧 (+9.14%) 领涨。

本周价格跟踪：本周生猪、黄羽鸡、大宗农产品价格环比上涨

生猪养殖：据博亚和讯监测，6 月 16 日全国外三元生猪均价为 14.52 元/kg，较上周上涨 0.15 元/kg；仔猪均价为 30.62 元/kg，较上周下跌 2.92 元/kg；白条肉均价 18.39 元/kg，较上周上涨 0.21 元/kg。6 月 16 日猪料比价为 3.83:1。自繁自养头均利润-325.66 元/头，环比-3.84 元/头；外购仔猪头均利润-240.26 元/头，环比-50.55 元/头。

白羽肉鸡：据 Wind 数据，本周鸡苗均价 2.45 元/羽，环比+1.66%；毛鸡均价 8.83 元/公斤，环比-4.33%；毛鸡养殖利润-0.79 元/羽，环比+0.07 元/羽。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷；冬季动物疫病不确定性等。

### 【商贸零售】5 月社零同比+12.7%，关注美妆消费边际回暖——行业周报-20230618

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 骆峥（联系人）证书编号：S0790122040015 | 杨柏炜（联系人）证书编号：S0790122040052

5 月社零同比+12.7%，关注美妆消费边际回暖

本周国家统计局发布社零数据：2023 年 1-5 月社零总额为同比+9.3%，其中 5 月同比+12.7%。我们测算得 2023 年 1-5 月/单 5 月两年复合增速分别为+3.7%/+2.6%，整体来看消费延续恢复态势。分渠道看，线上渠道渗透率持续提升，线下渠道中除超市以外均持续改善；分品类看，必选消费品类整体稳健，可选消费品类中，金银珠宝、服装鞋帽、化妆品同比分别+24.4%/+17.6%/+11.7%，而两年复合增长分别为+2.5%/-0.7%/-0.3%，较 4 月分别-0.5pct/-1.8pct/+1.4pct，5 月份美妆消费边际有所好转。随着 5 月底迎来 618 大促契机，美妆消费进一步显著回暖：我们根据青眼情报数据测算，“天猫+抖音”618 美妆预售 GMV 约 116-121 亿元（同比+10.8%~12.3%）；根据商指针数据测算，截至 6 月 15 日“天猫+抖音”预估 GMV 超过 331 亿元。品牌端来看，本次 618 中国货品牌整体表现良好，各阶段天猫、抖音平台的 TOP20 榜单上国货品牌数量均较为可观，其中珀莱雅保持在 TOP5、薇诺娜保持在 TOP10、可复美在天猫预售期及抖音平台表现亮眼等，美妆头部品牌“强者恒强”持续验证，国货崛起势不可挡。

行业关键词：敷尔佳、未名拾光、社零数据、奇致激光、中国黄金

【敷尔佳】敷尔佳创业板 IPO 上市申请获批。

【未名拾光】生物材料创新公司未名拾光与微谱合作推进透皮吸收体系建设。

【社零数据】5 月社零总额同比增长 12.7%。

【奇致激光】激光、强光类医美设备公司奇致激光申报北交所 IPO 获受理。

【中国黄金】中国黄金培育钻石产品 6 月 18 日全网上线。

板块行情回顾

本周（2023.6.12-2023.6.16，下同），商贸零售指数报收 2374.41 点，上涨 3.75%，跑赢上证综指（本周上涨 1.30%）2.45 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 11 位。零售各细分板块中，本周品牌化妆品板块涨幅最大，2023 年年初至今商业物业经营板块领跑。个股方面，本周人人乐 (+24.1%)、中国中免 (+11.4%)、三江购物 (+11.4%) 涨幅靠前。

投资建议：关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司

投资主线一（化妆品）：关注具备强产品力、强品牌力及强运营能力的国货美妆龙头，重点推荐珀莱雅等；

投资主线二（医美）：行业具备较强成长性，关注合规龙头企业，重点推荐医美产品龙头爱美客、医美机构龙头朗姿股份；

投资主线三（黄金珠宝）：疫后线下消费复苏，关注黄金珠宝优质品牌以及培育钻石赛道先发卡位品牌，重点推荐潮宏基、老凤祥、周大生和中国黄金等；

投资主线四（跨境电商）：AIGC 等新技术有望带来行业降本增效和生态变革，重点推荐东南亚跨境电商龙头吉宏股份，受益标的华凯易佰等。

风险提示：宏观经济风险，疫情反复，行业竞争加剧等。

## 【医药】医药反攻时点或已至，关注细分赛道低估值成长股——行业周报-20230618

蔡明子（分析师）证书编号：S0790520070001 | 余汝意（联系人）证书编号：S0790121070029

一周（2023.6.12-2023.6.16，下同）观点：医药反攻时点或已至，关注细分赛道低估值成长股

医药整体板块一季度业绩预期稳健增长，院内外疫后复苏兑现，当前企业生产、订单、销售、服务等回归正常秩序，我们预计，整个板块在 2023 年第二季度的经营业绩韧性较强，建议当前阶段重点关注板块的投资机会。细分领域上，CXO：企业在手订单较为充裕，整体业绩韧性较好，全年业绩兑现度较高。建议关注为客户提供差异化服务、为仿制药提供研发服务的公司并销售分成增厚、临床 CRO 复苏和业绩增长确定性较高的企业；中药原材料、大宗化工品等上游价格回落，下游结构优化，整体板块收入及毛利率有望持续提升；医疗服务：体检、辅助生殖、医美等之前受损严重的赛道反弹明显，需求快速恢复，预计二至四季度业绩环比同比持续改善；医疗器械：医疗设备板块建议关注贴息贷款、配置证放开政策、新基建持续受益和 AI 辅助诊断热点赛道。体外诊断板块，建议积极关注国产化率较低，集采可快速提升市场份额的龙头公司；高低值耗材板块，建议关注手术量恢复受益、创新器械放量 and 2023H1 业绩表现较佳标的；血制品：医院正常的诊疗恢复，促进白蛋白、静丙、因子类等产品的需求回升，建议关注浆站数量多，浆站拓展能力强的血制品企业；疫苗：成人疫苗和儿童疫苗的接种需求逐步回升，建议重点关注需求端恢复明显，拥有创新疫苗品种的企业；制药：院内用药持续恢复，创新药领域，建议重点关注潜在市场空间大，技术进步大的细分行业。仿制药领域，建议关注竞争格局好，集采风险低的领域。

本周医药生物同比上涨 0.6%，医疗服务板块涨幅最大

2023 年 6 月 12 日至 6 月 16 日，本周上证综指上涨 1.3%，报 3273.33，中小板上涨 4.95%，报 7421.96，创业板上涨 5.93%，报 2270.06。医药生物同比上涨 0.6%，报 8753.04，表现弱于上证 0.69 个 pct，弱于中小板 4.35 个 pct，弱于创业板 5.33 个 pct。本周医药生物各子板块涨跌各半，其中医疗服务板块涨幅最大。估值溢价方面，全部 A 股估值为 13.23 倍，医药生物估值为 27.56 倍，对全部 A 股溢价率为 108.38%，低于历史均值 66.11 个 pct（2011 年初至今）。

推荐及受益标的

推荐标的：CXO:康龙化成、泓博医药、泰格医药；科研服务：皓元医药、毕得医药；中药：太极集团、悦康药业；零售药店：益丰药房、老百姓、健之佳；服务：美年健康、锦欣生殖、盈康生命；生物制品：博雅生物；创新药：东诚药业；化药原料药：人福医药、华东医药；医疗器械：振德医疗、康为世纪、戴维医疗。受益标的：中药：片仔癀、康恩贝、桂林三金；零售药店：大参林、一心堂；服务：爱尔眼科、希玛眼科、通策医疗；CXO：九洲药业、诺思格、普蕊斯；科研服务：百普赛斯、阿拉丁、药康生物；生物制品：神州细胞；创新药：荣昌生物、科伦药业、乐普生物；化药原料药：远大医药、恩华药业、九典制药；器械：迈瑞医疗、联影医疗。

风险提示：政策执行不及预期，行业黑天鹅事件。

## 【食品饮料】政策催化，预期修复——行业周报-20230618

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 叶松霖（分析师）证书编号：S0790521060001 | 逢晓娟（分析师）

证书编号：S0790521060002

核心观点：政策变化催动预期修复，估值低位优先确定品种

6月12日-6月16日，食品饮料指数涨幅为7.5%，一级子行业排名第1，跑赢沪深300约4.2pct，子行业中其他酒类(+11.3%)、白酒(+9.3%)、啤酒(8.2%)表现相对领先。弱复苏已成共识，行业预期已在底部。年初至今，食品饮料板块经历复苏预期由强转弱，市场已经充分认知到行业弱复苏状态，相应股价也有所体现。弱复苏更多是由宏观经济带动，政策预期落空、通缩担忧、失业增加等影响投资者信心。叠加资金层面分流，基金减仓食品饮料，导致板块股价跑输大盘。我们认为当前基本面、情绪面、资金面的悲观预期已经体现，弱复苏也已成为共识。市场预期已在底部。本周降息可以理解新一轮稳增长的开端，预计后续将有宽领用、宽地产等政策出台，利好经济发展，带来预期变化。消费回暖趋势未变，复苏曲线斜率平缓。核心仍是消费力以及需求量未能完全恢复，导致整体需求较弱。部分酒企出于业绩以及竞争压力，加大回款及供给压力，导致淡季白酒批价未能如期上行。但酒厂市场年内思路已发生变化，一是重视渠道秩序，谋求高质量增长；二是减轻主品牌压力，多产品线发展；三是费用投入转向消费者，进入竞争新阶段。行业库存、动销等已有改善。需求回暖与经济密切相关，当前政策已有变化，经济加速回暖可期，我们判断全年节奏应是前低后高。当前估值已具备吸引力，继续向下风险不大。下半年需求向好，批价上行可能成为催化剂。

推荐组合：泸州老窖、贵州茅台、伊利股份、甘源食品

(1) 泸州老窖：2023Q1业绩向好，激励机制完善后公司动能提升，2023年底度国窖与腰部产品放量，全年业绩确定性较强，(2) 贵州茅台：2022年目标圆满完成，2023Q1略超预期。公司以i茅台作为营销体制、价格体系和产品体系改革的枢纽，未来将深化改革进程，公司此轮周期积蓄的潜力进入释放期。(3) 伊利股份：2022Q2动销表现好于一季度，全年稳健增长，适合防守型配置。(4) 甘源食品：零食专卖店、会员店、电商等渠道拓展预期放量，叠加棕榈油价格同比回落，预计年内业绩弹性较大。

市场表现：食品饮料跑赢大盘

6月12日-6月16日，食品饮料指数涨幅为7.5%，一级子行业排名第1，跑赢沪深300约4.2pct，子行业中其他酒类(+11.3%)、白酒(+9.3%)、啤酒(8.2%)表现相对领先。个股方面，威龙股份、顺鑫农业、古越龙山涨幅领先；星湖科技、仙乐健康、华统股份跌幅居前。

市场表现：水井坊预计2023年Q3业绩有望恢复双位数增长

6月16日，水井坊2022年度股东大会召开，水井坊总经理艾恩华表示，预计2023年Q2公司业绩将重返增长，Q3和Q4则有望实现双位数增长。公司预计1000元以上和200元以下产品复苏会更快（来源于微酒）。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

**【地产建筑】二手房成交面积同比下降，央行下调政策利率——行业周报-20230618**

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002

核心观点：二手房成交面积同比下降，央行下调政策利率

在宽松购房政策下，5月统计局商品房销售金额仍保持增长。我们跟踪的64城新房单周成交面积同比均下降，17城二手房单周成交面积增速自2月以来首次转负，进入6月销售市场延续低迷态势。6月在房企半年度业绩冲刺下供应放量，优惠折扣力度提升，居民购房购买力和信心有望提振，同时逆回购利率和MLF下调后，6月LPR调整概率增大，政策窗口期值得关注。北京和成都土拍延续高热度，强信用头部房企二季度补货意愿较强，核心城市土拍竞争热度持续。我们认为二季度新房市场有望企稳，二手房成交持续回暖，市场信心有望持续提升，行业估值将陆续修复，板块仍具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

政策端：央行下调政策利率，统计局商品房销售金额仍增长

中央层面：央行下调逆回购利率、常备借贷便利利率和中期借贷便利。统计局 1-5 月份，全国房地产开发投资 45701 亿元，同比下降 7.2%；商品房销售面积 46440 万平方米，同比下降 0.9%；商品房销售额 49787 亿元，增长 8.4%。70 个大中城市新建商品住宅销售价格环比整体涨幅回落、二手住宅环比下降。

地方层面：湖北鼓励国有企业以多种方式盘活利用存量土地。江西全面推行不动产带押过户。郑州推动房地产与金融形成良性循环。包括合理确定商业性个人住房贷款的最低首付款比例、最低贷款利率要求。福清不再执行限转售政策。

市场端：二手房成交同比下降，北京成都土拍热度高企

销售端：2023 年第 24 周，全国 64 城商品住宅成交面积 318 万平米，同比下降 46%，环比增加 2%；从累计数值看，年初至今 64 城成交面积达 9105 万平米，累计同比持平。全国 17 城二手房成交面积为 159 万平米，同比增速-6%，前值 9%；年初至今累计成交面积 4264 万平米，同比增速 56%，前值 60%。

投资端：2023 年第 24 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 6514 万平方米，成交土地规划建筑面积 1946 万平方米，同比下降 27%，成交溢价率为 4.3%。北京出让 6 宗地块全部溢价成交，揽金 260 亿元，保利发展、越秀地产、北京城建有所斩获。广州二批次首场土拍 6 宗宅地最终 2 宗触顶、1 宗底价、3 宗流拍，揽金 43.2 亿元，中海地产底价竞得一宗地块。成都二批次首场土拍 8 宗地块全部成交，揽金 94 亿元，共吸引 112 家企业报名，华润置地、中海地产、华发股份均摇中 1 宗地块。

融资端：国内信用债发行同比增长

2023 年第 24 周，信用债发行 109.9 亿元，同比增加 23%，环比增加 144%，平均加权利率 3.7%，环比增加 46BPs；信用债累计同比发行 2154.9 亿元，同比下降 7%；海外债无新增发行。

风险提示：（1）行业销售恢复不及预期，融资改善不及预期，房企资金风险进一步加大；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧。

## 【化工】荷兰、美国天然气供给减少，欧洲天然气价格上涨——化工行业周报-20230618

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003

本周（2023.6.12-2023.6.16，下同）行业观点一：荷兰、美国天然气供给减少，欧洲天然气价格上涨

据隆众资讯及 Wind 数据，截至 2023 年 6 月 15 日，中国、美国德克萨斯州、欧洲等地天然气现货价分别为 4,044 元/吨、4.08 美元/百万英热、13.13 美元/百万英热，分别较 6 月 8 日上涨 2.98%、5.70%、54.11%。欧洲方面，荷兰天然气装置检修，同时计划关闭格罗宁根气田，短期欧洲天然气供给减少且市场对后续天然气供给预期下降，推动欧洲天然气价格上涨。但据 GIE 数据，截至 6 月 12 日，欧洲整体库容占有率较高，为 72.56%，后续欧洲天然气价格上涨空间有限。亚洲方面，受欧洲天然气价格上涨影响，东北亚天然气进口价格上涨。后续随着亚洲地区经济逐步恢复，对天然气需求或将提升。美国方面，据 EIA 的数据，2023 年 6 月 8 日-6 月 14 日，美国天然气消费总量为 67.1 十亿立方英尺/天。美国国内天然气需求减少带动供给、出口减少。后续美国各地区逐步进入夏季，降温所需电力增加或将带动美国天然气需求增加。整体上看，短期内亚洲、美国等地对天然气需求或将增加，进而或推动天然气价格上涨。国外天然气价格上涨将进一步凸显国内煤化工产品成本优势，我们看好国内具有低成本优势的煤化工白马龙头企业。受益标的：华鲁恒升、三友化工、远兴能源等。

本周行业观点二：涤纶长丝企业出货意愿较强，行业去库情况较好

根据 Wind 和百川盈孚数据，截至 2023 年 6 月 15 日，涤纶长丝 POY 价格报 7,350 元/吨，较 6 月 8 日下降 1.3%；价差为 1,106 元/吨，较 6 月 8 日下降 15.1%；涤纶长丝 POY、DTY、FDY 库存天数分别为 11.6 天、24.4 天、17.3 天，分别较 6 月 8 日下降 2.4 天、下降 1.9 天、下降 2.1 天。本周（6 月 12 日-6 月 16 日），国际油价止跌反弹带动主原料 PTA 价格上行，涤纶长丝成本面支撑较好。涤纶长丝企业下调报价或放大优惠，下游客户适量补库，行业

交投氛围转暖，涤纶长丝产销放量，行业库存下滑。

本周新闻：江苏索普 20 万吨碳酸二甲酯项目气化装置工艺包审查完成

【碳酸二甲酯】江苏索普 20 万吨碳酸二甲酯项目气化装置工艺包审查完成。据化工在线公众号报道，5 月 9 日-12 日，江苏索普项目气化装置工艺包被评审专家一致认为符合国家、行业规范和标准，并顺利通过审查。受益标的：江苏索普。

受益标的

【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、卫星化学、扬农化工、新和成、赛轮轮胎等；【化纤行业】新凤鸣、泰和新材、华峰化学、三友化工、海利得等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技、东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、兴发集团、川恒股份、云图控股、和邦生物、川发龙蟒、湖北宜化、东方铁塔、盐湖股份、亚钾国际等；【硅】合盛硅业、硅宝科技、宏柏新材、三孚股份、晨光新材、新安股份；【纯碱&氯碱】远兴能源、三友化工、双环科技、山东海化、中泰化学、新疆天业、滨化股份等；【其他】振华股份、黑猫股份、江苏索普、苏博特等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行。

### 【非银金融】降息稳增长利好非银，券商和保险均有机会——行业周报-20230618

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 吕晨雨（分析师）证书编号：S0790522090002 | 卢崑（联系人）证书编号：S0790122030100

周观点：降息稳增长利好非银，券商和保险均有机会

本周（2023.6.12-2023.6.16，下同）中期借贷便利（MLF）利率下调 10bp，稳增长政策有望逐步发力，改善市场对宏观经济和股市的悲观预期，利好非银，我们认为券商和保险板块均有机会。券商板块全年滞涨、机构配置位于历史底部水平，手续费型收入同比逐步复苏，降息等稳增长举措有望带来催化，景气度占优的中小券商以及金融信息服务类标的弹性较强；5 月上市险企新单增速持续扩容，2 季度寿险负债端景气度有望超预期，长端利率企稳回升有望带来板块催化。继续看好非银板块内中特估主线机会，推荐中航产融、江苏金租。

券商：交易量环比提升，看好景气度占优、金融信息服务类标的机会

（1）本周日均股票成交额 1 万亿，环比+12.8%，本周新成立偏股/非货币基金份额 49/407 亿，同比-1%/-50%，环比+100%/+169%。本周北向资金净流入 144 亿，股票型 ETF 净申购 5 亿，环比+0.04%。（2）本周在央行下调公开市场操作利率和常备借贷便利利率后，6 月中期借贷便利（MLF）利率同步下调 10bp，降息举措意在稳增长，稳增长政策逐步发力利于提升市场风险偏好和股市信心。（3）当下券商板块估值和机构配置均在历史底部水平，低基数有望带来券商板块手续费收入同比逐季复苏，下半年同比有望明显优于上半年，叠加稳增长政策发力，券商板块迎来配置机会。景气度占优的中小券商和金融信息服务类标的弹性较强，受益标的：指南针、东方证券、兴业证券、财通证券、广发证券、同花顺、东方财富。

保险：5 月上市险企新单增速亮眼，2 季度负债端景气度或超预期

（1）低基数、储蓄型保单供需复苏、代理人转型逐步见效以及降负债成本政策催化下，寿险新单盈利较好增长，我们预计该趋势有望延续至 2 季度，受高定价产品政策调整催化，2 季度储蓄型保单销售同比增速有望超预期。上市险企 5 月新单数据表现亮眼，中国人保人身险板块 2023 年前 5 月长险首年保费 465.7 亿元、同比+7.5%，较 4 月同比改善 3.2pct，5 月长险首年保费 33.3 亿元，同比+78.3%，同比较 4 月扩大 25.6pct。（2）市场对经济环比走弱担忧对股市和债市带来影响，资产端担忧造成短期保险股调整，板块估值回落、2 季度负债端景气度扩张仍是当下我们看好保险板块的基础，后续稳增长政策发力和权益 beta 有望带来催化。推荐负债端改善延续性较强的标的，推荐中国太保、中国平安、中国人寿，受益标的的新华保险和中国人保，港股推荐友邦保险、众安在线和



中国财险。

受益标的组合

券商&多元金融：同花顺、指南针、东方证券、东方财富、财通证券、兴业证券、广发证券、中信证券、华泰证券；中航产融，江苏金租，中粮资本。

保险：中国太保，中国平安，中国人寿，新华保险，中国人保，友邦保险，众安在线，中国财险。

风险提示：股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；保险负债端增长不及预期；券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

### 【计算机】周观点：重视 AI 应用端发展机遇——行业周报-20230618

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘道遥（分析师）证书编号：S0790520090001

市场回顾：本周（2023.6.12-2023.6.16，下同），沪深 300 指数上涨 3.30%，计算机指数上涨 6.06%。

周观点：重视 AI 应用端发展机遇

（1）国内外大模型快速升级，使用成本不断降低，有望推动应用端的繁荣

从国外来看，6月13日，OpenAI 宣布了其大型语言模型 API（包括 GPT-4 和 gpt-3.5-turbo）的重大升级，包括：（1）在聊天完成 API 中引入了函数调用功能；（2）提供 GPT-4 和 gpt-3.5-turbo 的改进版和操作性更强的版本；（3）ada 嵌入模型的价格下降 75%；（4）GPT-3.5-turbo 输入 token 的价格降低 25%。而在 6 月 16 日，根据 TheInformation 报道，MetaCEO 马克·扎克伯格正在考虑将开源大型语言模型 LLaMA 的新版本商业化，让其它公司免费使用 LLaMA 开发相关 AI 软件，并允许开发者将这些产品用于商业用途。从国内来看，6 月 9 日，科大讯飞发布了“讯飞星火认知大模型”V1.5。6 月 13 日，360 集团召开 360 智脑大模型应用发布会，正式发布了认知型通用大模型“360 智脑”4.0 版本。随着国内外大模型快速迭代，性能的提升及成本的下降有望推动国内外应用端的快速繁荣。

（2）部分 AI 应用已经实现定价体系的升级，商业逻辑逐渐兑现

落地时间较早的 NotionAI 利用大规模的语言模型和数据收集，能帮助用户自动整理笔记、改正错别字、列出文章重点、翻译、制作表格等，NotionAI 提供了 4 种会员计划：免费计划、8 美元/月的 Plus 计划、15 美元/月的 Business 计划和 20 美元/月的 Enterprise 计划。根据海外媒体 TheInformation 报道，微软也向部分 Office365 客户收取 40% 的额外费用以测试 AI 功能。可以看出，部分 AI 应用已经实现定价体系的升级，商业逻辑逐渐兑现。

投资建议

一国内外大模型快速升级，使用成本不断降低，有望推动应用端的繁荣。应用端重重点推荐科大讯飞、金山办公、焦点科技、三六零、拓尔思、同花顺、致远互联、彩讯股份、卓易信息，受益标的包括汉仪股份、上海钢联、福昕软件、万兴科技、华宇软件、普元信息、税友股份、卓创资讯等。

风险提示：AI 落地不及预期；市场竞争加剧风险；公司研发不及预期风险。

### 【化工】生物基呋喃聚酯 PEF 在高阻隔包装领域前景广阔，万凯新材或将受益——新材料行业周报-20230618

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 杨占魁（联系人）证书编号：S0790122120028

本周（2023.6.12-2023.6.16，下同）行情回顾

新材料指数上涨 3.27%，表现弱于创业板指。半导体材料涨 2.23%，OLED 材料涨 3.22%，液晶显示涨 2.14%，尾气治理涨 3.7%，添加剂涨 0.48%，碳纤维涨 0.55%，膜材料涨 6.19%。涨幅前五为东材科技、福斯特、双星新

材、海优新材、维信诺；跌幅前五为瑞丰新材、呈和科技、泛亚微透、安集科技、强力新材。

新材料周观察：呋喃聚酯 PEF 在高阻隔包装上前景广阔，万凯新材或将受益

凯普奇新材（万凯新材全资子公司）完成全球首次的吨级 PEF 试产，PEF 聚酯产业化或在即。FDCA 可与乙二醇聚合制成 PEF 聚酯，相比 PET 聚酯具有更好的阻隔性能。据论文《生物基聚酯 PEF 的研究进展》，PEF 不仅在热稳定性、压缩强度、力学强度、杨氏模量、拉伸强度、玻璃化转变温度等性质上与 PET 高度相似，且在气体阻隔性上比 PET 聚酯高出一个数量级：PEF 聚酯对 CO<sub>2</sub>、O<sub>2</sub>、H<sub>2</sub>O 的阻隔能力，比 PET 聚酯分别高出 2.3-19.0 倍、9.3-11.0 倍、2.1-2.8 倍。PEF 聚酯作为具有优越性能的生物基功能性聚酯材料，可应用于对阻隔性、耐热性等较高要求的食品饮料包装、医用耗材等领域。荷兰 Avantium 公司的研究证明，使用 PEF 聚酯材料制作的饮料瓶在很多方面优于 PET 饮料瓶，尤其是在阻隔气体渗透的能力上明显优越，这可使包装产品的保存期限大幅延长。此外，由于 PEF 聚酯的机械强度更强，因此 PEF 包装材料通常更轻、更薄。据中科国生官网：近日，中科国生与凯普奇新材（万凯新材全资子公司）签署关于呋喃类生物基聚酯材料的产业化技术开发、材料生态布局以及市场营销共建的战略合作协议。根据协议：双方将共同推进呋喃类生物基聚酯材料的产业化及市场化应用，以创造更大的商业价值。据万凯新材公告，此次吨级 PEF 试生产的成功，标志着我国生物基呋喃聚酯相关技术及产品的产业化开发实现较大突破，公司会积极开拓各类新型应用、打通上下游产业链，为加快推进 PEF 的产业化、商业化持续努力。【受益标的】万凯新材。

重要公司公告及行业资讯

【瑞丰高材】项目延期：受外部环境等客观因素影响和设备调试需要，募投项目的实施进度较原计划有所延缓，为此公司将募投项目“年产 6 万吨生物可降解高分子材料 PBAT 项目”预计达到可使用状态的日期延期至 2023 年 12 月 31 日。

受益标的

我们看好在国家安全、自主可控战略大背景下，化工新材料国产替代的历史性机遇：【电子（半导体）新材料】昊华科技、鼎龙股份、国瓷材料、阿科力、洁美科技、长阳科技、瑞联新材、万润股份、东材科技、松井股份、彤程新材等；【新能源新材料】泰和新材、晨光新材、宏柏新材、振华股份、百合花、濮阳惠成黑猫股份、道恩股份、蓝晓科技、中欣氟材、普利特等；【其他】利安隆等。

风险提示：技术突破不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动等。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn